

林浆纸一体化龙头 α 能力凸显，盈利水平逐季改善

2023 年 08 月 27 日



分析师：徐皓亮

执业证号：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

➤ **事件。**太阳纸业发布 2023 年中报，23H1 实现营收 193.42 亿元，同比下降 2.58%，归母净利润/扣非净利润 12.51/12.18 亿元，同比下降 24.59%/25.65%；其中 23Q2 实现营收 95.37 亿元，同比下降 6.39%，归母净利润/扣非净利润 6.86/6.65 亿元，同比下降 30.34%/32.15%。

➤ **产能扩张有条不紊，公司销量再上一层台阶。**23H1 非涂布文化用纸/铜版纸/溶解浆/牛皮箱板纸收入 65.42/15.79/19.08/45.59 亿元，同比分别变化 +30.87%/-8.27%/-26.46%/-19.92%，占比分别为 33.82%/8.16%/9.87%/23.57%。量：23 年浆/纸总产能接近 1200 万吨，根据我们的测算，23H1 双胶纸/铜版纸/生活用纸/箱板纸/溶解浆销量同比变动 +25.36%/-10.27%/+17.02%/+3.02%/-19.07%至 103/26/12/128/26 万吨。价：23H1 双胶纸/铜版纸/生活用纸/箱板纸/溶解浆均价同比 +268/+132/+717/-1017/-728 元/吨 (同比+4.4%/+2.2%/+10.1%/-22.3%/-9.1%)。整体来看，23H1 收入增长主要依靠销量增长带动。

➤ **23H1 仍受高价浆影响，盈利水平略降。**23H1 归母净利润同比下降 24.59%至 12.51 亿元。23H1 毛利率/净利率同比下降 1.69/1.86pcts 至 14.80%/6.50%，非涂布文化用纸/铜版纸/溶解浆/牛皮箱板纸毛利率分别为 15.64%/12.17%/16.23%/12.16%，同比下降 1.53/3.12/5.27/0.04pct。从整体上来看毛利率整体下降主因 23H1 纸企实际使用（大厂一般从海外采购纸浆，运输时间约为 3 个月，23H1 大厂实际使用 22Q4+23Q1 纸浆）阔叶浆/针叶浆平均价格较去年同期高 199/128 美元/吨，成本上升影响木浆系纸品盈利水平；溶解浆毛利率下降主因价格下调，不过考虑溶解浆格局好于化学浆，调整幅度有限；箱板纸下游需求疲软，同时废纸价格同比下降 766 元 (-32.19%)，毛利率基本维持稳定。费用率方面：23H1 销售/管理/研发/财务费用率 0.37%/2.50%/2.57%/2.35%，同比变化-0.01/-0.05/+0.45/+0.47pcts，23H1 公司主要对文化纸/生活用纸差异化产品以及醋酸纤维溶解浆、微晶纤维素等项目加大研发投入。截至 2023 年 6 月 30 日，公司存货为 44.2 亿元，较年初减少 9.2 亿元，其中原材料减少 4.8 亿元至 24.1 亿元，库存商品减少 4.0 亿元至 14.0 亿元，主因原材料/纸价降价。23H1 经营活动现金流净额为 40.6 亿元，同比增长 47.6%，虽然 23H1 销售商品获得的现金减少 8.5 亿元，但得益于公司良好的纸浆采购策略，23H1 购买商品、接受劳务支付的现金减少 32.0 亿元。23H1 资本开支为 31.35 亿元，同比增加 57.70%，主要用于广西 525 万吨林浆纸一体化项目。

推荐

维持评级

当前价格：

11.28 元

相关研究

1.太阳纸业 (002078.SZ) 2023 年一季报点评：一体化布局带来盈利韧性，业绩略超预期-2023/04/28

2.太阳纸业 (002078.SZ) 2022 年年报点评：穿越产业波动彰显盈利韧性，构筑产业链一体化志在长远-2023/04/24

3.太阳纸业 (002078.SZ) 2022 年业绩快报点评：完成股权激励目标， α 能力持续凸显-2023/02/28

➤ **高价浆逐步消化，盈利水平环比提升。**单 Q2 归母净利润环增 21.24%，同减 30.34%。23Q2 利润环比上升主要得益于高价浆库存压力释放，毛利率/净利率环比上升 2.62/1.42pct，毛利率/净利率同降 2.75/2.45pct 至 16.13%/7.22%。研发费用进一步上升，23Q2 销售/管理/研发/财务费用率 0.39%/2.49%/2.96%/2.68%，同比变动+0.02/-0.1/+0.64/+0.28pct，研发费用主要用于上文所述项目。

➤ **浆价筑底，纸品盈利逐季改善：**2023Q1 以来太阳文化纸盈利逐渐改善，截至 2023 年 8 月 25 日，双胶纸/铜版纸吨价较年初变化-1000/-400 元 (-14.9%/-6.5%)，针叶浆/阔叶浆价格较年初下降 320/250 美元/吨 (-37.9%/-27.2%)，成本下行情况下预计文化纸盈利逐月改善；溶解浆受木浆价格影响，吨价较年初下降 500 元 (-6.58%)，平均吨盈利略有下降。展望 2023Q3 造纸需求进入传统行业旺季，双胶纸下游较为刚需（教辅教材以及红色书刊招标），截至 2023 年 8 月 25 日，8 月双胶纸价较 7 月上涨 217.5 元/吨，吨净利或将进一步提升；国庆假日提振终端需求，或带动箱板纸提价；溶解浆受木浆价格影响下行，但考虑能源成本也在下降，净利润或仅微降。

➤ **投资建议：区域方面：**公司完善广西基地布局，旨在提升华南市场话语权同时，亦助力公司背靠区域林地资源，加强产业链一体化建设；**产能方面：**23 年 4 月份，南宁园区 PM1 特种文化纸机完成技改工作并进入试产阶段；广西南宁 525 万吨林浆纸一体化项目中的 100 万吨高档包装纸生产线（南宁园区 PM2 和 PM3）和 50 万吨本色化学木浆生产线将于 2023 年三季度陆续进入试产阶段。同时公司将逐步扩大在老挝的林地建设面积，短期内实现每年新增 1 万公顷左右的种植计划，并在可预见的未来逐步加大种植力度，有效提升公司生产原料的自给率，看好公司背靠林木资源加速行业整合。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 30/33/36 亿元，对应估值为 10X/10X/9X，维持“**推荐**”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，行业扩产竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	39,767	41,194	45,553	48,449
增长率（%）	23.7	3.6	10.6	6.4
归属母公司股东净利润（百万元）	2,809	3,012	3,298	3,609
增长率（%）	-4.1	7.2	9.5	9.4
每股收益（元）	1.01	1.08	1.18	1.29
PE	11	10	10	9
PB	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	39,767	41,194	45,553	48,449
营业成本	33,735	34,959	38,686	41,060
营业税金及附加	178	179	198	211
销售费用	153	176	194	206
管理费用	1,033	1,047	1,158	1,232
研发费用	781	906	1,002	1,066
EBIT	3,885	3,934	4,322	4,683
财务费用	834	674	738	759
资产减值损失	-55	-28	-31	-33
投资收益	22	21	23	24
营业利润	3,033	3,253	3,576	3,916
营业外收支	35	39	29	29
利润总额	3,068	3,292	3,605	3,945
所得税	251	270	296	323
净利润	2,817	3,022	3,309	3,621
归属于母公司净利润	2,809	3,012	3,298	3,609
EBITDA	5,997	6,236	6,916	7,532

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,386	3,748	4,152	6,136
应收账款及票据	2,421	2,449	2,708	2,880
预付款项	664	699	774	821
存货	5,339	5,527	6,117	6,492
其他流动资产	1,777	2,027	2,192	2,301
流动资产合计	12,588	14,450	15,942	18,631
长期股权投资	256	296	336	376
固定资产	28,874	31,464	33,860	37,092
无形资产	1,767	2,253	2,434	2,523
非流动资产合计	35,426	39,400	40,348	41,134
资产合计	48,014	53,850	56,290	59,765
短期借款	8,169	9,879	10,479	10,479
应付账款及票据	5,032	4,980	5,511	5,850
其他流动负债	4,247	4,808	2,858	3,029
流动负债合计	17,448	19,668	18,848	19,358
长期借款	6,640	7,540	8,090	8,090
其他长期负债	753	611	611	611
非流动负债合计	7,392	8,151	8,701	8,701
负债合计	24,840	27,819	27,549	28,059
股本	2,795	2,795	2,795	2,795
少数股东权益	90	100	111	123
股东权益合计	23,174	26,031	28,741	31,706
负债和股东权益合计	48,014	53,850	56,290	59,765

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	23.66	3.59	10.58	6.36
EBIT 增长率	-0.35	1.25	9.87	8.35
净利润增长率	-4.12	7.23	9.51	9.43
盈利能力 (%)				
毛利率	15.17	15.14	15.07	15.25
净利率	7.06	7.31	7.24	7.45
总资产收益率 ROA	5.85	5.59	5.86	6.04
净资产收益率 ROE	12.17	11.61	11.52	11.43
偿债能力				
流动比率	0.72	0.73	0.85	0.96
速动比率	0.36	0.39	0.46	0.56
现金比率	0.14	0.19	0.22	0.32
资产负债率 (%)	51.74	51.66	48.94	46.95
经营效率				
应收账款周转天数	20.49	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	57.77	58.00	58.00	58.00
总资产周转率	0.88	0.81	0.83	0.83
每股指标 (元)				
每股收益	1.01	1.08	1.18	1.29
每股净资产	8.26	9.28	10.24	11.30
每股经营现金流	1.37	2.15	2.27	2.52
每股股利	0.20	0.21	0.23	0.26
估值分析				
PE	11	10	10	9
PB	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.79	7.49	6.76	6.20
股息收益率 (%)	1.77	1.90	2.08	2.28

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,817	3,022	3,309	3,621
折旧和摊销	2,112	2,303	2,594	2,849
营运资金变动	-1,754	26	-357	-267
经营活动现金流	3,824	6,000	6,346	7,031
资本开支	-4,682	-6,300	-3,474	-3,565
投资	-1,446	0	0	0
投资活动现金流	-6,121	-6,157	-3,491	-3,581
股权募资	0	0	0	0
债务募资	2,491	2,381	-1,069	0
筹资活动现金流	1,803	1,517	-2,451	-1,465
现金净流量	-490	1,361	404	1,985

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026